

Elekes Andrea (2020): Változó üzleti modell, növekvő bizonytalanság, szigorúbb szabályozás (kézirat)

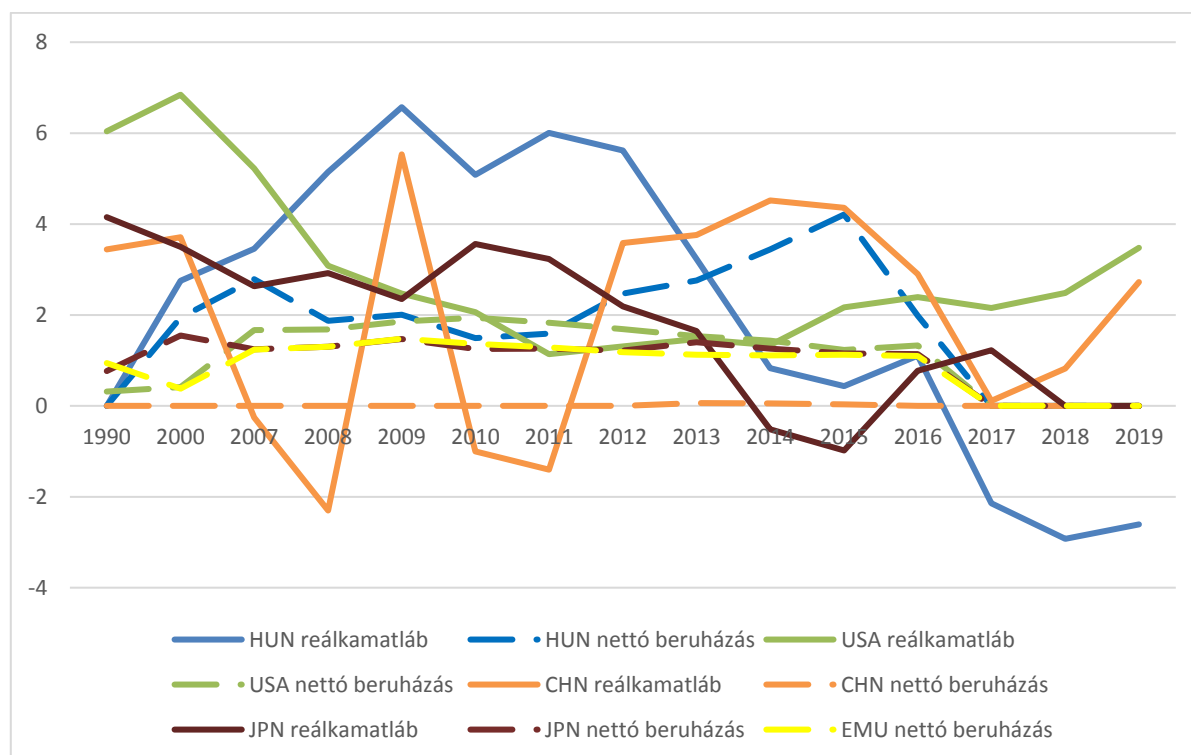
Változó üzleti modell, növekvő bizonytalanság, szigorúbb szabályozás – a külföldi közvetlen tőkebefektetések alakulását meghatározó üzleti és gazdaság(politika)i tényezők

A COVID-19 válság több csatornán keresztül hatott a világgazdaságra: csökkenő kereslet, csökkenő/akadozó inputellátás, hitelfeltételek szigorodása, likviditási válság, növekvő bizonytalanság stb. Válságok idején a beruházási kedv törvényszerűen csökken. A külföldi közvetlen befektetések (FDI) globális környezetét azonban már a COVID-19 előtti időszakban is gyorsan romló befektetői bizalom jellemezte. A befektetői bizalom csökkenése akkor a kereskedelmi és befektetési politikák bizonytalanságaival, a lassú globális gazdasági növekedéssel, a csökkenő nyersanyagárakkal és a protekcionizmus növekvő szintjével függött össze. Ebben a helyzetben érkezett meg a COVID-19, ami minden eddiginél magasabb szintre emelte a befektetői kockázatot.

Sok elemző hajlik arra, hogy az FDI alakulását a likviditással, a kamatok szintjével magyarázza. E megközelítésnek ellentmond az a tény, hogy a legutóbbi pénzügyi-gazdasági válság során alkalmazott mennyiségi lazítás(ok), likviditásjavító intézkedések eredményeként tartósan alacsony kamatok ellenére is a történelmi átlagos szintje alatt van a beruházási ráta (ld. 1. ábra). E cikk célja ezért az, hogy egy kicsit a jelenlegi folyamatok mögé nézve, az FDI hosszabb távú alakulását vizsgálja meg. Arra a kérdésre keresem tehát a választ, hogy melyek azok a tényezők, amelyek meghatározták és a jövőben várhatóan meghatározzák majd az FDI alakulását.

1. ábra: Reálkamatláb (%) és nem pénzügyi eszközökbe történő kormányzati nettó befektetés

(a GDP %-ában)



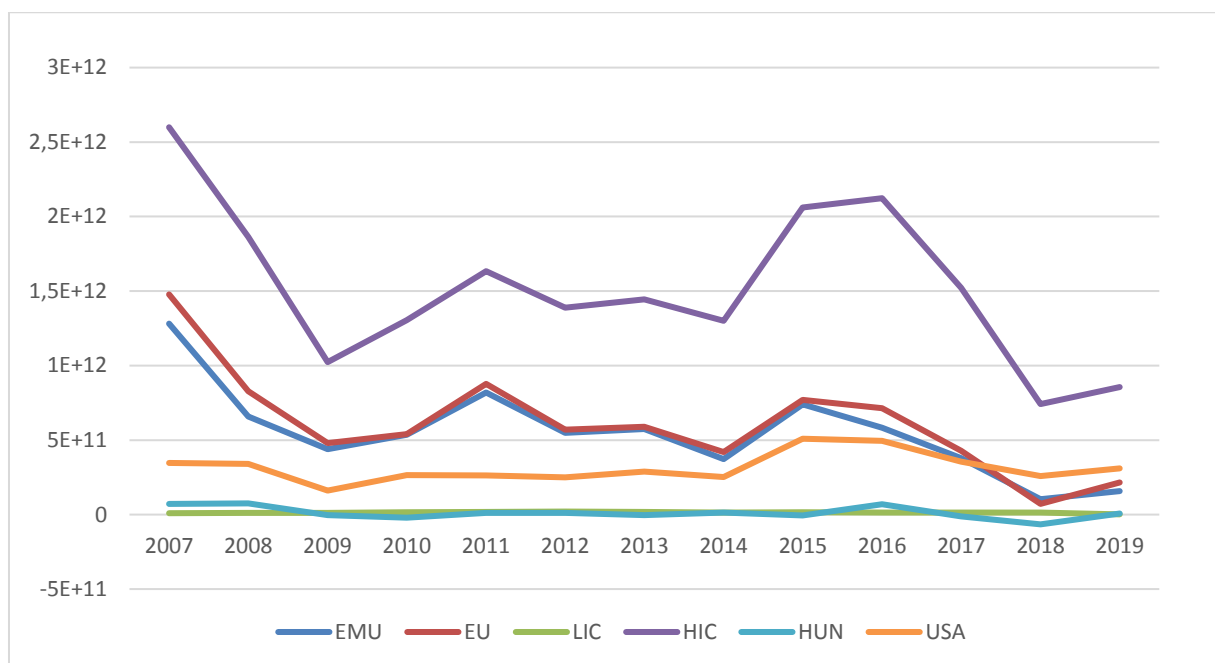
Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Magyarázatok. 1. Reálkamatláb: inflációval korrigált hitelkamat. A hitelkamatokhoz kapcsolódó feltételek országonként jelentős eltéréseket mutatnak, megnehezítve az összehasonlíthatóságot. Ezért nem ad meg a Világbank reálkamatot aggregátumokra, régiókra. 2. A nem állami szektor beruházásairól csak közelítő adat (bruttó tőkeképződés) áll rendelkezésre (ld. 4. ábra). 3. Jelölések. HUN: Magyarország; USA: Egyesült Államok; CHN: Kína; JPN: Japán; EMU: Európai Monetáris Unió.

A cikk három (egymással szorosan összefüggő, az áttekinthetőséget mégis segítő) csoportra bontva vizsgálja a befolyásoló tényezőket: gazdasági tényezők, üzleti tényezők és (gazdaság)politikai tényezők.

Az FDI alakulása - válságtól válságig

Az FDI szintje már a COVID-19 előtt a közvetlenül a pénzügyi válság után tapasztalható szint alá csökkent. (Ld. 2-3. ábrák.) A durva visszaesés elsősorban a fejlett országokba irányuló FDI közel 60%-os visszaesésének tudható be (2015-2018). A fejlődő országokba irányuló FDI többé-kevésbé változatlan maradt, ám GDP-re vetítve a közvetlenül a 2008. évi válság utáni szintre, az elmúlt két évtized legalacsonyabb szintjére esett vissza. (World Bank, 2020b)

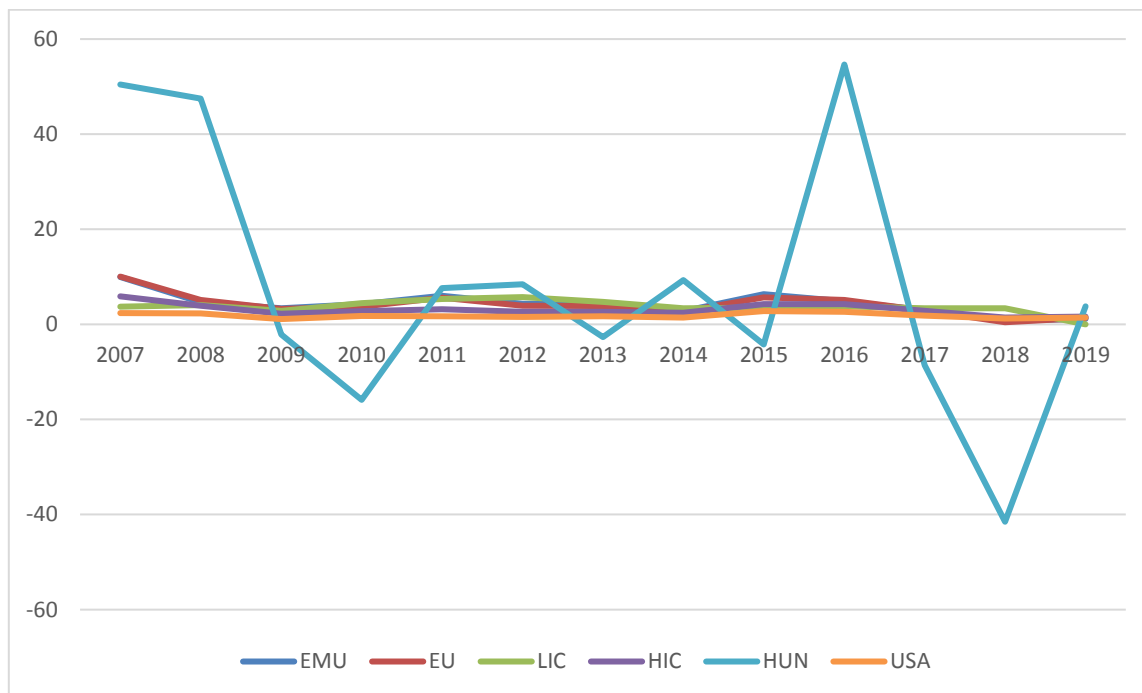
2. ábra: Közvetlen külföldi beruházás¹ (nettó beáramlás, BoP, folyó US\$)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Magyarázatok. 1. A nettó beáramlás azt jelenti, hogy nem kerül figyelembe vételre a befektető és leányvállalatai közötti teljes tőkeáramlás, annak csak az egyenlegét tartalmazza. 2. Jelölések. EMU: Európai Monetáris Unió; EU: Európai Unió; LIC: alacsony jövedelmű országok (Világbank definíciója alapján); HIC: magas jövedelmű országok (Világbank definíciója alapján); HUN: Magyarország; USA: Egyesült Államok.

¹ A külföldi közvetlen befektetés a részesedést megtestesítő befektetésekre vonatkozik. A saját tőke (részvénytőke), a keletkezett, újrabefektetett jövedelem és az egyéb tőke összege. A közvetlen befektetés a határokon átnyúló befektetés olyan kategóriája, amely során valamely ország rezidense teljeskörű ellenőrzést vagy jelentős mértékű befolyást szerez egy másik gazdaságban rezidens vállalkozás tevékenysége fölött. Ehhez a szavazati joggal rendelkező törzsrészvények legalább 10%-át meg kell szereznie. (World Bank, 2020d)

3. ábra: Közvetlen külföldi beruházás² (nettó beáramlás, GDP %-a)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Magyarázatok. 1. A nettó tőke beáramlás az új beruházások és a tőkekivonás különbségeként adódik. 2. Jelölések. EMU: Európai Monetáris Unió; EU: Európai Unió; LIC: alacsony jövedelmű országok (Világbank definíciója alapján); HIC: magas jövedelmű országok (Világbank definíciója alapján); HUN: Magyarország; USA: Egyesült Államok. (A hazai adatok esetében a kilengéseket a nagy multinacionális – termelő és szolgáltató – vállalatok hazai GDP-hez viszonyítva jelentős mértékű befektetései, illetve – negatív érték esetén – azok kivonása okozza.)

A globális FDI visszaesésének hátterében meghúzódó tényezők három (egymással szorosan összefüggő, az áttekinthetőséget mégis segítő) fő csoportba sorolhatóak:

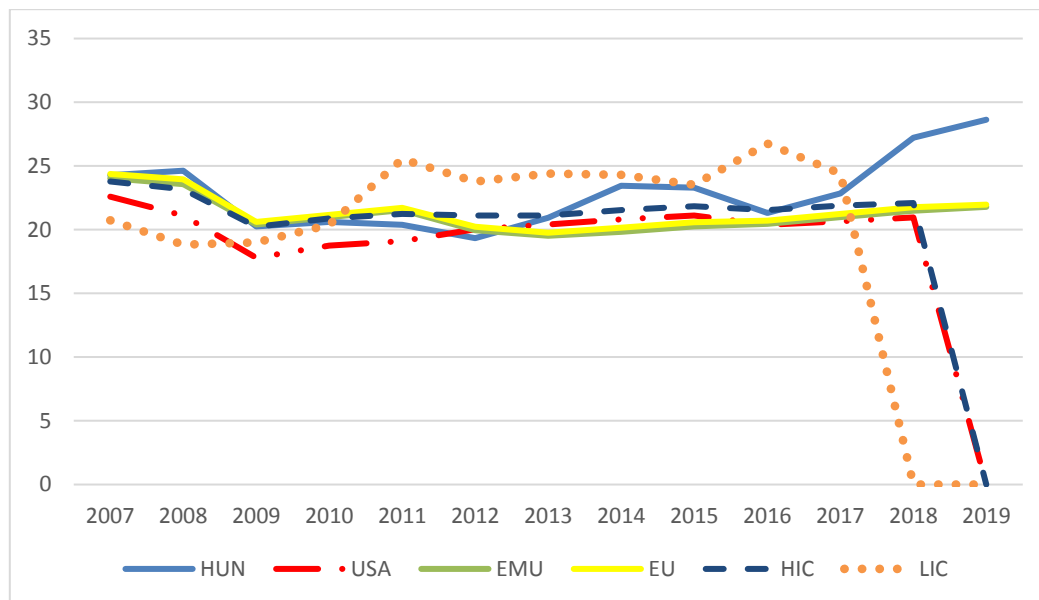
- gazdasági tényezők (többek között az alacsonyabb megtérülési ráta);
- üzleti tényezők (digitális technológiák terjedése, nemzetközi termelés kevésbé eszközigenyes formái stb.);
- politikai tényezők (politikai bizonytalanságra visszavezethető befektetői bizalom csökkenése, az USA adózási politikájának változása által indukált tőkerepatriálás stb.).

² A külföldi közvetlen befektetés a részesedést megtestesítő befektetésekre vonatkozik. A saját tőke (részvénytőke), a keletkezett, újrabefektetett jövedelem és az egyéb tőke összege. A közvetlen befektetés a határokon átnyúló befektetés olyan kategóriája, amely során valamely ország rezidense teljeskörű ellenőrzést vagy jelentős mértékű befolyást szerez egy másik gazdaságban rezidens vállalkozás tevékenysége fölött. Ehhez a szavazati joggal rendelkező törzsrészvények legalább 10%-át meg kell szereznie. (World Bank, 2020d)

Az FDI alakulását befolyásoló gazdasági tényezők

A világgazdaságot lassú növekedés, alacsony infláció és alacsony nominális kamatok jellemezték a COVID-19 megjelenésekor. Az alacsony kamatok elvileg kedveznek a magas megtérülést biztosító beruházásoknak. Az elmúlt évtized lassuló növekedése ugyanakkor (legalábbis részben) épp a *tőkefelhalmozás mérséklődésére* (ld. 4. ábra) vezethető vissza³.

4. ábra: Bruttó tőkeképződés⁴ (GDP %-a)



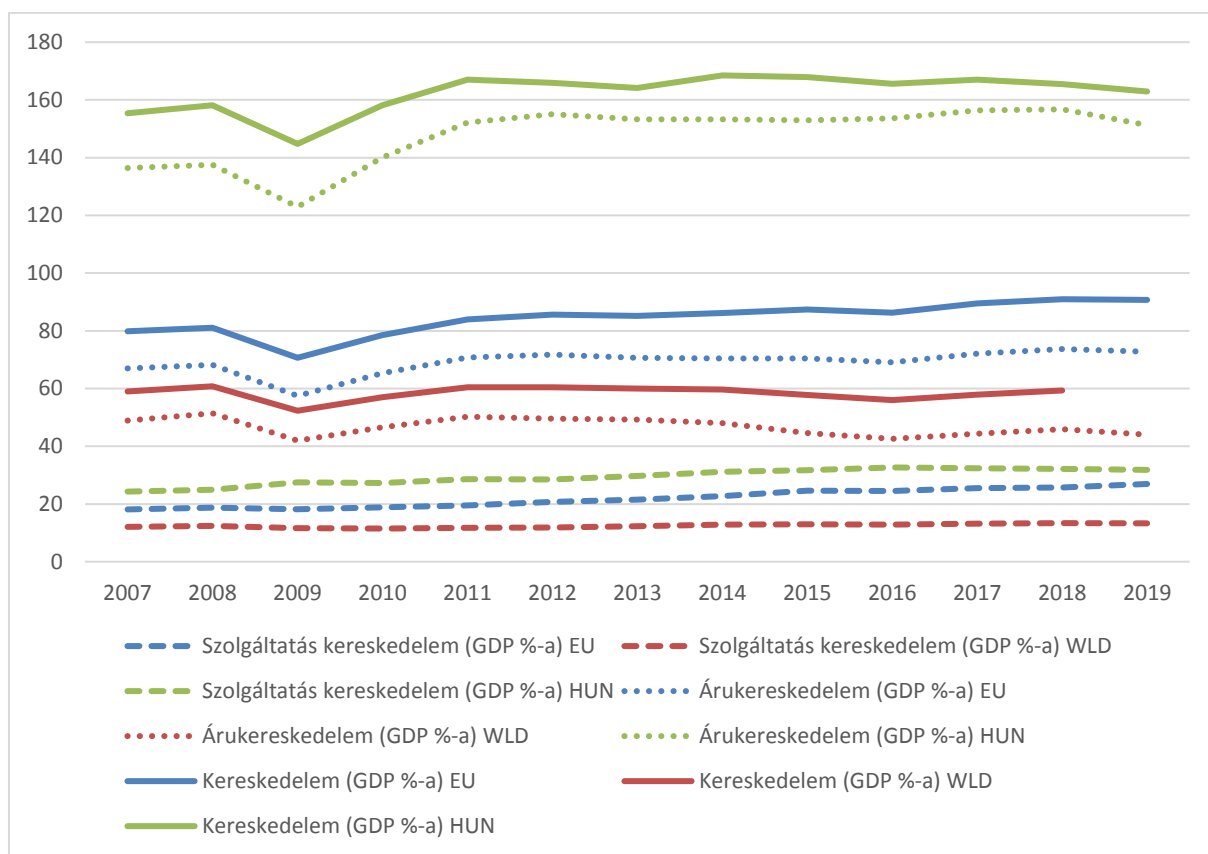
Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Jelölések. EMU: Európai Monetáris Unió; EU: Európai Unió; LIC: alacsony jövedelmű országok (Világbank definíciója alapján); HIC: magas jövedelmű országok (Világbank definíciója alapján); HUN: Magyarország; USA: Egyesült Államok.

A nemzetközi kereskedelem alakulásáról szóló jelentések (ld. pl.: World Bank, 2020a; World Trade Organization, 2020) egységesen azt mutatják, hogy *a világkereskedelem sokkal nagyobb* (minden előrejelzésben 10% fölötti) *mértékben esik vissza* a pandémia idején, mint a legutóbbi (2008) globális pénzügyi válság során. A korábbi válságokhoz képest jelentős eltérés, hogy ez a válság nemcsak a globális kínlati láncokat (autóipar, elektronikai termékek, légi közlekedés), hanem *az egyébként viszonylag stabil szolgáltatászekto*rt (ld. 5. ábra) *is erőteljesen érintette*. (World Bank, 2020a).

³ Erről bővebben ld. pl.: Darvas - Pisani-Ferry – Wolff, 2013; Halmai, 2018; Salvatore – Campano, 2017; Solow, 1962.

⁴ A bruttó tőkeképzés (korábban bruttó hazai befektetés) a gazdaság állóeszközbővítésre fordított kiadásainak, valamint a készletszint nettó változásának az összege. Az állóeszközök magukban foglalják a földdel kapcsolatos befektetéseket (kerítések, árok, csatornák stb.); üzemek, gépek és berendezések beszerzése; valamint utak, vasutak stb. építése, ideértve az iskolákat, irodákat, kórházakat, magánlakásokat, kereskedelmi és ipari épületeket. A készletekhez megmunkálás alatt álló termékeken kívül olyan, a vállalatok tulajdonát képező árukészletek tartoznak, amelyek célja az átmeneti vagy váratlan termelési, értékesítési ingadozások áthidalása. Az 1993-as SNA szerint az értéktárgyak nettó beszerzését szintén tőkeképződésnek kell tekinteni. (World Bank, 2020d)

5. ábra: A nemzetközi kereskedelem alakulása (a GDP%-ában)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Magyarázatok. EU: Európai Unió; WLD: Világ; HUN: Magyarország.

A válság jelei gyorsan érezhetővé váltak, s amint finanszírozási problémákkal és késedelmekkel szembesültek a vállalatok, azonnal csökkenni kezdtek beruházások, amelyek a legciklikusabb, és a kereskedelem szempontjából legintenzívebb kiadási kategóriának számítanak. Mivel az exportáló vállalatok a hitelpiacok aktív résztvevői, a hitelköltségek növekedése jelentős többletköltséget jelent számukra. Nem véletlen tehát, - hogy okulva a legutóbbi pénzügyi válság során kialakult likviditásválságból, - *a legtöbb ország kormánya az első intézkedések között vezetett be a kamatokat alacsonyan tartó, a hitelezést segítő, likviditásjavító intézkedéseket.*

Az adósságfinanszírozás költségeinek növekedésével párhuzamosan sok feltörekvő ország valutájára nehezedett nyomás. A folyó fizetési mérleg hiányával szorosan összefüggve, a nemzeti valuta leértékelődésére került sor. Ennek elvileg kedvező hatása lenne az exportra, ám az exportösztönző hatás érvényesülését jelentősen korlátozták a gyárleállások, a csökkentett műszakok, az utazási korlátozások stb.

Az üzembezárások és szállítási nehézségek különösen nagy gondot okoztak azokban az iparágakban, illetve üzemekben, amelyek lean-menedzsmentet alkalmaznak. A Világbank (World Bank, 2020a) input-output kapcsolatokon alapuló modelljével kapott eredmények azt mutatják, hogy az export visszaesése minden országot, és szinte minden szektort érint. A legjelentősebb visszaesés a nemzetközi kereskedelemről, különösen a globális értékláncokról és turizmustól erősen függő országokban

várható. A hasonló jellegű kockázati *kitettség csökkentése érdekében az egyes országok kormányai a beszállítók nagyobb mértékű földrajzi diverzifikációjára törekedhetnek majd a jövőben.*

A kínálati sokk azokat az országokat érinti erőteljesebben, amelyeket inkább hátrafelé irányuló kapcsolatok (jelentős importált hozzáadott érték) jellemeznek, míg a keresleti sokk előre irányuló kapcsolatok esetén (nyersanyag-, alapanyagtermelők) okoz nagyobb gondot. Mivel a keresleti sokk sokkal erősebbnek tűnik (ld. IMF, 2020; World Bank, 2020b), *az előre irányuló kapcsolatokkal rendelkező országokban nagyobb mértékű termelés- és gazdasági visszaesés várható.* Érdemes azonban megemlíteni, hogy a globális értékláncokra visszavezethető volatilitás sokkal erősebb, mint más területeken, tehát nemcsak a visszaesés lehet nagyobb, hanem a visszarendeződés is gyorsabb lehet ezeken a területeken.

Az általános beruházási környezetet tovább rontotta, hogy *egyidejűleg többféle sokkhatás* jelentkezett, elmélyítve a keresleti, illetve kínálat oldali sokkhatást. A következőkben – a teljesség igénye nélkül – csak néhány sokkhatás kerül kiemelésre.

- *Foglalkoztatási sokk.* A gyárbezárások, a termelés szüneteltetése/korlátozása, a távolságtartás stb. következtében kihasználatlan tőke- és munkakapacitás jellemezte az egyes országok gazdaságát.
- *Növekvő kereskedelmi költségek* által okozott sokk. A kereskedelmi költségeket nemcsak a finanszírozási költségek növelték, hanem a fokozott ellenőrzés, a csökkentett munkaidő, a határ lezárások és egyéb a szállítást és értékesítését nehezítő tényezőkől adódó többletköltségek.
- *Szolgáltatások* terén jelentkező sokkhatás. A korábbi válságoktól eltérően az egyik legerőteljesebben érintett terület. Pozitív és negatív értelemben egyaránt. A legjelentősebb visszaesésre a közvetlen emberi kapcsolatokon alapuló szolgáltatások esetében került sor (turizmus, vendéglátás, rekreáció). E területek szinte teljes leállása nemcsak magára a szektorra volt hatással. A kapcsolódó partnereken, beszállítókon keresztül más szektorokba, ágazatokba is átgűrűztek a negatív hatások. Más szolgáltatási területeken (digitális szolgáltatások, házhozállítás stb.) ugyanakkor minden korábbinál nagyobb mértékű forgalomnövekedést hozott a válság, tehát nemcsak negatív, hanem pozitív sokkhatások is jelentkeztek.

A COVID-válság ráadásul olyan világgazdasági környezetbe érkezett, amelyet alapvetően meghatározott az USA-Kína, és újabban az EU-Kína *kereskedelmi és beruházási feszültségek fokozódása.* Mindez a kereskedelmi és beruházási kapcsolatok újragondolását teszi szükségessé, ami a globális értékláncokat is érintheti. A beszállítók földrajzi diverzifikálásán kívül egyre többször merül fel a *termelés hazatelepítése* is. E változások hatással lehetnek a termelékenységre, azon keresztül pedig a költségekre és árakra. A feltörekvő és fejlődő országok számára az egyes termelési fázisok hazatelepítése mindenképpen negatív hatással járna, hiszen gazdasági fejlődésük erőteljesen függ a globális értékláncokban való részvételtől. Az értékláncban való megmaradásuk érdekében további kedvezményeket nyújthatnak az érintett multinacionális/transznacionális vállalatoknak, ami az *FDI kedvezményekre irányuló országok közötti „verseny” újabb hullámát indíthatja el.* E kedvezmények viszont már komoly bevételkiesést eredményezhetnek a fogadó országok számára, hiszen nemcsak a termelési költségek, adók és járulékok területén kell versenyképesnek lenniük, hanem olyan

addicionális kedvezményt kell nyújtaniuk, amely a biztonsági kockázatokat (a hazatelepítés háttérében megbúvó egyik legfontosabb kockázatot) is ellensúlyozza.

Hangsúlyozni szükséges, hogy *amennyiben az erőforrások allokációja, a specializáció nem a komparatív előny elvén, hanem stratégiai-biztonsági szempontokon alapul*, nemcsak a vállalatokat, illetve az egyes országokat tekintve, hanem globális szinten is csökkenhet a hatékonyság, ami a költségek, árak emelkedését, a növekedés lassulását, összességében a beruházási környezet további romlását eredményezheti.

Az Európai Bizottság szerint (European Commission, 2020) a FDI csökkenését eredményezheti az is, hogy a globális FDI jelentős részét adó multinacionális vállalatok szinte kivétel nélkül lefelé módosították *jövedelmezőségi várakozásaikat*, azaz az FDI egyik legfontosabb forrását (újrabefektetett jövedelem).

Az *állami megrendeléseket*, beruházásokat pedig a költségvetési hiány megugrása veszélyezteti. A járvány miatt minden eddigénél nagyobb mértékben vált ugyanis szükségessé a költségvetési politikai beavatkozás. Nemcsak az egészségügyi kiadások ugrásszerű megemelkedése, hanem a megelőzéssel kapcsolatos intézkedések miatt felmerülő gazdasági problémák (munkanélküliség, termelés leállása, fizetéseképtelenség stb.) kezelése is óriási terhet jelent(ett) a nemzeti költségvetések számára. Mélyíti a problémát, hogy miközben a kiadások jelenős mértékben növekednek, a bevételek is csökkennek (termelés visszaesése, jövedelmezőség romlása miatt csökkenő adóbevételek, adókedvezmények stb.). (IMF, 2020)

Jelentős hatással lehet a befektetésekre a *nyersanyagárak alakulása* is. Azok pangása elsősorban a nyersanyagoktól erősen függő piacokon (Latin-Amerika és a Karib-térség, Közel-Kelet, Észak-Afrika, illetve a Szaharától délre fekvő afrikai területek) csökkenti a befektetések megtérülését. (European Commission, 2020)

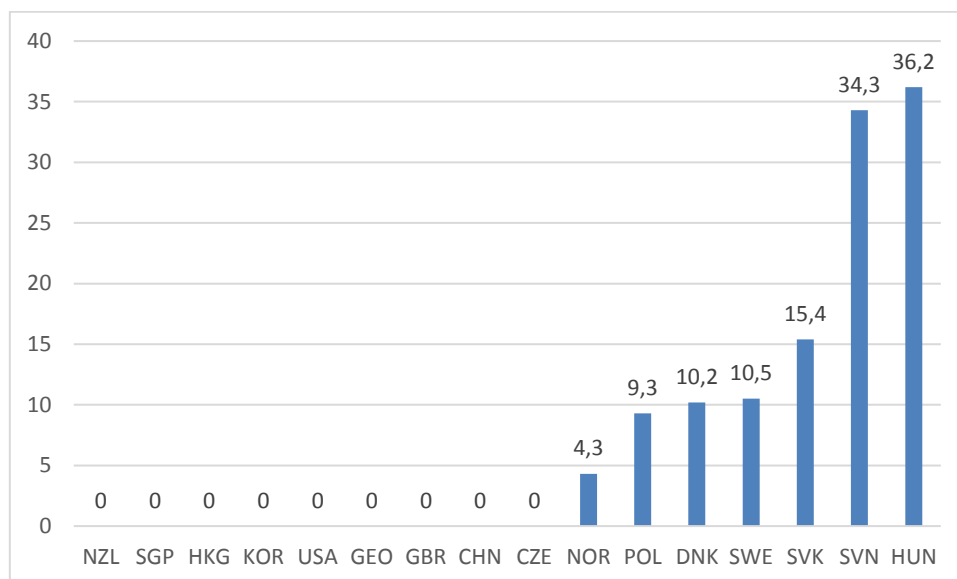
Az FDI alakulását befolyásoló üzleti tényezők

A FDI irányára számos üzleti tényező lehet hatással. Ezek országonkénti alakulásáról évente hozza nyilvánosságra jelentését a Világbank (*Doing Business*). A Világbank által kidolgozott mutató (Ease of Doing Business) 185 ország üzletviteli, cégalapítási és ügyviteli lehetőségeit, illetve a cégek, vállalkozások működési környezetét szabályozó törvényeket, határozatokat és üzleti környezetet „összegzi”, amely alapján évente meghatározásra kerül az országok rangsora. A Top 10 2020-ban: Új-Zéland, Szingapúr, Hong Kong, Dánia, Dél-Korea, Egyesült Államok, Grúzia, Egyesült Királyság, Norvégia és Svédország⁵. (Magyarország 52. a listán.)

A vállalkozások alapításával (a vállalkozás indításával kapcsolatos költségekről ld. 6. ábra) és fenntartásával kapcsolatos költségeken kívül azonban van *néhány globális trend* is, ami alapvetően meghatározhatja a globális FDI mértékét és irányát.

⁵ Ld.: World Bank (2020c)

6. ábra: Vállalkozás indításához minimálisan szükséges tőke
(az egy főre jutó jövedelem százalékában, 2020)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Megjegyzés: a nulla érték azt jelenti, hogy nincs indulótőkére vonatkozó előírás.

A technológiai fejlődés következtében változó üzleti modell például jelentős mértékben járult hozzá az FDI szintjének és megtérülésének csökkenéséhez. Sok terméket digitális formában állítanak elő és terjesztenek, így egy-egy újabb egység előállításának és értékesítésének költsége (azaz a határköltség) nullához közelít. Az olyan technológiák, mint például a mesterséges intelligencia, hatalmas mennyiségű adat kezelésére, és egyre összetettebb problémák megoldására képes. Ez lehetővé teszi, hogy a gépek már nem csak rutinjellegű, hanem kognitív feladatokat is átvegyenek az embertől. (United Nations, 2020)

A bitekben megtestesülő digitális termékek gyakorlatilag zéró költség mellett reprodukálhatóak (*méretgazdaságosság*), és gyakorlatilag korlátlanul fogyaszthatóak (nincs *rivalizálás* a fogyasztásban). Sőt, vannak olyan esetek, amikor az újabb felhasználókkal nő a digitális termék értéke a meglévő felhasználók számára (hálózati hatás). A digitális vállalatok így gyorsan tudnak növekedni, és viszonylag rövid időn belül nagy piacokat hódíthatnak meg.

A piacra lépési korlátok tekintetében a digitalizáció hatása ugyanakkor kettős. A digitalizáció révén rendelkezésre álló hatalmas mennyiségű adat *csökkentheti, vagy megszüntetheti az információellátottságra visszavezethető piaci kudarcokat*. Az Internet, a felhőalapú megoldások és a nyílt forráskódú szoftverek jelentősen csökkentik a szoftverekkel és szolgáltatásokkal kapcsolatos beruházási igényeket. A felhőalapú számítógépes platformokon keresztül ma már a mesterséges intelligencia is elérhető a fejlett és fejlődő országokban egyaránt. A digitális technológia nemcsak a

digitális gazdaságban érezteti a hatását. Az Internet révén például a mikro-, kis- és közepes vállalkozások is könnyebben férnek hozzá a globális piacokhoz, exportköltségeik csökkenhetnek⁶.

A költségek, az árak csökkenése és a gyors terjeszkedés azonban nem feltétlenül jár a verseny fokozódásával. A növekvő vállalatméretek következtében egyre több szektorban *nő a piaci koncentráció*, különösen a digitális gazdaságban, ahol a globális platformoké a meghatározó szerep. Mivel az elsőként piacra lépők jelentős mértékben tudták javítani a hatékonyságukat, illetve azon keresztül a profitjukat, ami nélkülözhetetlen az egyre bonyolultabb, egyre kifinomultabb technológiákhoz szükséges befektetésekhez, valamint a legjobban képzett szakemberek megszerzéséhez, megtartásához, egyre magasabb a belépési korlát a piacon⁷.

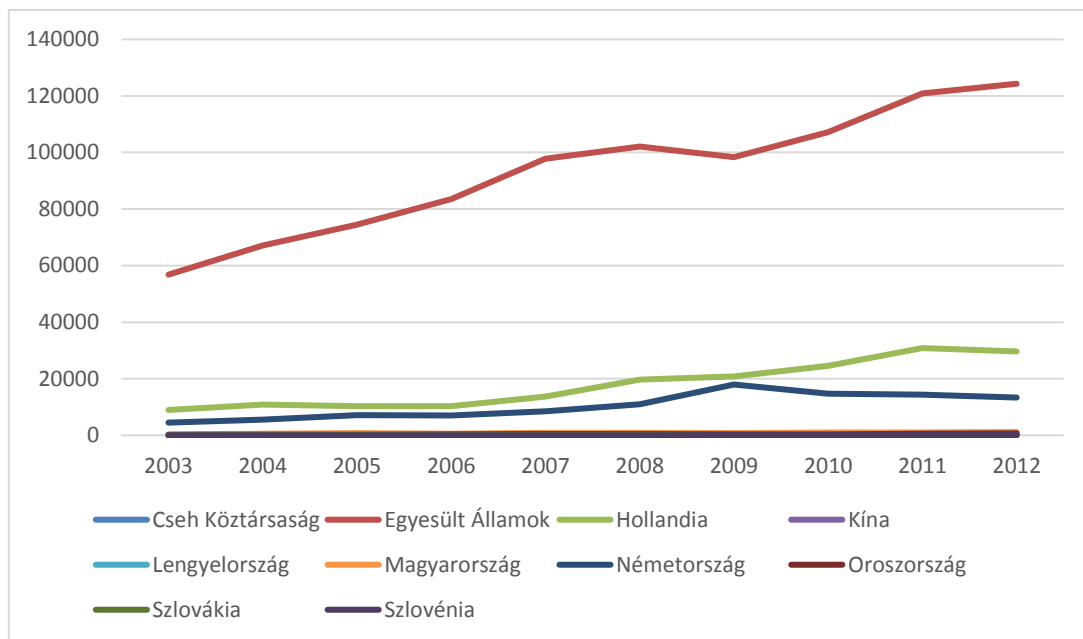
A fejlett technológiához való hozzáférés ráadásul egyenetlen. A digitális technológiákon alapuló tevékenységek egyre erőteljesebb *földrajzi koncentrációt* mutatnak, egyre inkább néhány kiváló infrastruktúrával rendelkező, magasan képzett szakemberekkel bőségesen ellátott városi területre összpontosulnak. Ez maga után vonja a lehetőségek, a jövedelem és jólét koncentrációját is. A digitális gazdaságban az értékteremtés földrajzi koncentrációja sincs tekintettel a határookra: a globálisan használt platformok piaci kapitalizációjának 97%-a két országra (Egyesült Államok és Kína) esik. (United Nations, 2019)

A digitalizáció lehetővé tette, hogy a nagy multinacionális vállalatok korlátozott helyi jelenléttel is tudjanak értékesíteni. A nemzetközi termelésben a „kézzel fogható” határokon átívelő termelési hálózatok helyett *az immateriális értékláncokra, valamint a nem tőkejellegű tevékenységekre* (licencszerződésekre és szerződéses termeltetésre) *helyeződött a hangsúly*. Ezt tükrözi az is, hogy a szolgáltatások kereskedelme, illetve az immateriális javakkal kapcsolatos kifizetések (jogdíjak, licenc díjak) sokkal gyorsabban növekednek (ld. 7. ábra), mint a termelés hagyományos indikátorai (FDI, termékkereskedelem stb.). Ez a trend azonban (legalábbis az Egyesült Államokban) úgy tűnik – valószínűleg stratégiai szempontok miatt – megfordulóban van (ld. 8. ábra).

7. ábra: Jogdíjak és licenc díjak

⁶ Bővebben ld. United Nations, 2019 és 2020; UNIDO, 2019.

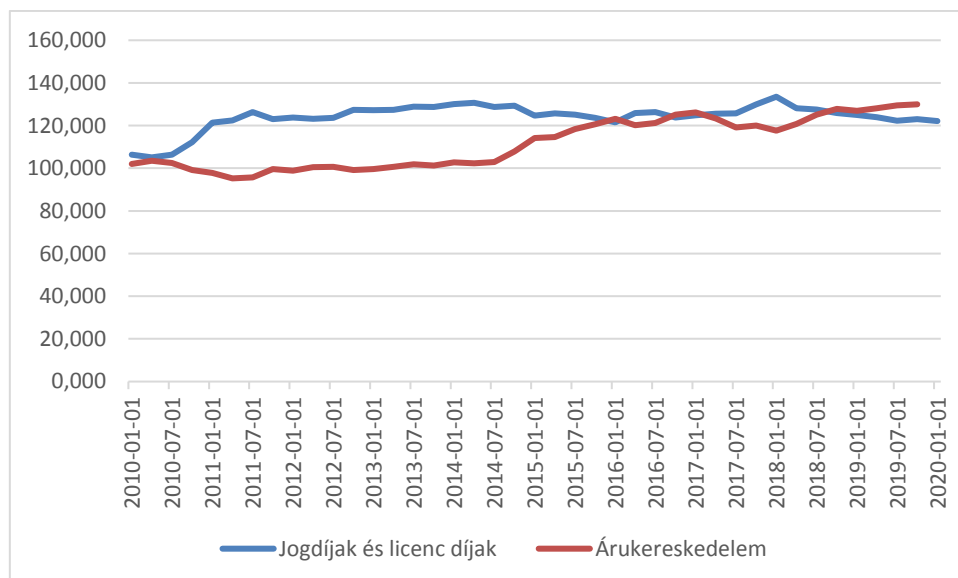
⁷ A versennyel kapcsolatos kérdésekről bővebben ld. pl.: United Nations Conference on Trade and Development, 2019; Cheng et al., 2019; United Nations, 2020.



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés

Megjegyzés: A Világbank adatbázisában csak 2012-ig álltak rendelkezésre adatok.

8. ábra: Jogdíjak és licenc díjak (USA, index, 1997. január=100%)



U.S. Bureau of Economic Analysis (2020) adatok alapján saját szerkesztés

Különösen kedvezőtlenül érintheti ezért az automatizálás, illetve a munkaerő költségének emelkedése a fejlődő országokat, hiszen a munkaerő alacsony költségéből adódó komparatív előnyük csökkenését eredményezheti⁸. Amennyiben a jelentős mennyiségű munkaerőt felszívó gyárilap munkaerőfelvevő

⁸ Az automatizálás munkaerő piaci hatásairól bővebben ld. pl.: Acemoglu – Restrepo, 2019.

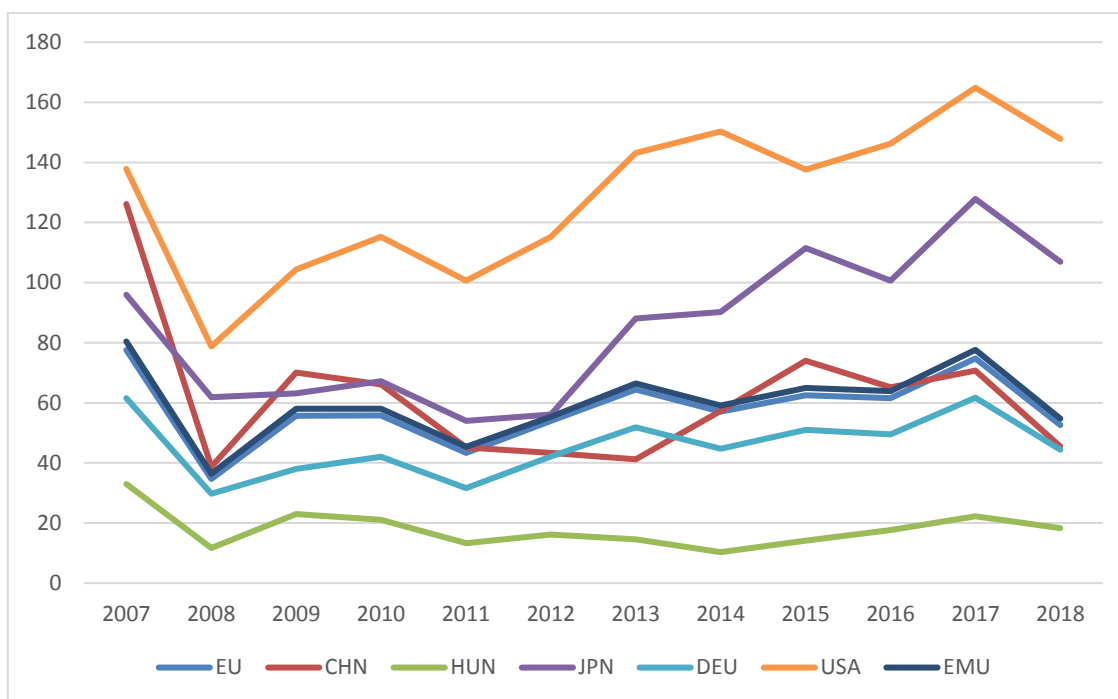
képessége az automatizálás révén korlátozódik, felmerül a kérdés, hogy fenntartható lesz-e a munkaintenzív gyáripari termékek exportján alapuló hagyományos fejlődési pálya.

A digitalizáció a hozzáadott érték teremtésének új csatornáit nyitja meg, ami alapvetően változtathatja meg a kínálati láncok szerveződését. A blokklánc technológia, a 3D-nyomtatás, az automatizálás, a robotika, a mesterséges intelligencia, és általában az új technológiák csökkentik a költségeket, illetve a személyes jelenlét iránti igényt. A 3D-nyomtatás például feleslegessé teheti egyes feladatok földrajzi áthelyezését. Ez a folyamat a nemzetközi árukereskedelem csökkenését eredményezheti, ugyanakkor növekedhet egyes szolgáltatások (pl. design) kereskedelme. A nagy multinacionális vállalatok tehát kisebb operatív lábnyommal érik el a külföldi piacokat (ami egyre nagyobb kihívást jelenthet a helyi hatóságok számára is az adók beszedése terén), egyre inkább visszaszervezhetik a termelést és az összeszerelést saját országaikba. (United Nations, 2020) A technológiai hatások persze szektoronként eltérőek lehetnek.

Az előzőekben leírt folyamatot erősíti fel a COVID-19. A *COVID-19* következtében gyorsan nőtt az üzleti bizonytalanság, a multinacionális vállalatok egyre inkább szembesültek azzal a ténnyel, hogy *az alacsony költségekre, alacsony készletekre építő kínálati láncuk jelentős kockázatot jelent* számukra. Ez még inkább stratégiájuk megváltoztatására kényszerítheti őket. A változás kiterjedhet az inputok előállítására, a beszállítók diverzifikálására és/vagy a digitális technológiák szélesebb körű alkalmazására. Hatással lehet a vállalati stratégiára a COVID-19 válság során *szigorodó külföldi befektetésekre vonatkozó szabályozás* is, amelynek fő célja, hogy megakadályozza az érzékeny területek (különösen az egészségügy, a gyógyászati kutatás, a biotechnológia és az infrastruktúra) külföldi kézbe kerülését. (European Commission, 2020)

A digitalizációval párhuzamosan felértékelődött az információ-, az adatáramlás jelentősége is. *Az értékláncban keletkező adatok gyűjtésére, tárolására, elemzésére és továbbítására való képesség piaci erő, versenyképességi előny forrása lehet.* A globális kínálati láncok egyre inkább adatokon alapuló üzleti modelleket alkalmaznak, ami az értéklánc menedzsmentjét is megváltoztatja. Az érték egyre inkább azoknál a piacvezető vállalatoknál képződik, amelyek a legtöbb információ, adat fölött rendelkeznek, míg a gyártó és összeszerelő ágazatokban egyre nagyobb mértékű lesz a helyettesíthetőség. A világ nyolc legnagyobb tőkekapitaizációjú vállalatából hét (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Facebook, Alibaba, WeChat – Tencent) *platformalapú üzleti modellt* alkalmaz. (E vállalatok zöme USA tulajdonú, nem véletlen tehát, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok piaci kapitalizációja szempontjából az Egyesült Államok magasan az élen áll. Ld. 9. ábra.) A platformalapú üzleti modell rengeteg adat begyűjtését teszi lehetővé az online tevékenységeket illetően. Ezek az adatok pénzzé tehetőek, pl. célzott marketing, e-kereskedelmi platformok, felhőalapú szolgáltatások bérbeadása, a kihasználatlan eszközök megosztása (közösségi gazdaság) révén. A platformok a közvetítők, járadékszerzők kiküszöbölését is segítik, ami javíthatja az üzleti hatékonyságot. (United Nations, 2020). A platformalapú üzleti modell tehát nemcsak versenyelőny, hanem hosszabb távon a hatékonyság, a növekedés egyik meghatározó tényezője is lehet.

9. ábra: Tőzsdén jegyzett vállalatok piaci kapitalizációja (a GDP %-ában)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Jelölések: EU: Európai Unió, CHN: Kína, HUN: Magyarország, JPN: Japán, DEU: Németország, USA: Egyesült Államok, EMU: Európai Monetáris Unió.

Földrajzi szempontból a legtöbb ország adatszolgáltató a globális adat értékláncban. A legtöbb adat a már említett nagy multinacionális vállalatoknál gyűlik össze, amelyek pénzzé tehető digitális intelligenciává alakítva tudnak adatokon alapuló hozzáadott értéket teremteni. Ez a folyamat (piacra lépési korlátot teremtve) megnehezíti a későn érkezők felzárkózási folyamatát, alárendelt státuszuk ezért hosszabb távon rögzülhet. Az adatgazdaságnak ebben a rendszerében a legtöbb ország (és különösen a legkevésbé fejlett országok) a nyers adatok exportőrei, és az adatokon alapuló hozzáadott érték importőrei lesznek. (Cheng et al., 2019)

Változóban van a beruházási gyakorlat is: *egyre nagyobb figyelmet kap a fenntarthatóság*, bár az ilyen típusú beruházások hatása gyakran bizonytalan. A digitális technológiák a smart termelési és elosztási rendszerek révén segítheti a fenntarthatóságot (pl. hatékonyabb energiafelhasználás, raktározási és termelési költségek csökkentése, hatékonyabb adatfeldolgozás és -továbbítás formájában), ugyanakkor a rendszer működtetése, maga a digitalizáció növekvő energiafelhasználást eredményez⁹.

Az elmúlt évtizedben (a COVID-19 válság idején is) jelentősen nőtt az olyan befektetések száma, amelyek a *profitmaximalizálás mellett az ESG (környezeti, társadalmi és kormányzati) hatásokra* is tekintettel vannak. Négy olyan nagy nemzetközi megállapodás van, amely alapvetően meghatározza az üzleti szféra fenntarthatósággal kapcsolatos tevékenységét: az ENSZ fenntartható fejlődéssel kapcsolatos célkitűzései (UN Sustainable Development Goals, SDGs), a párizsi klíma megállapodás, a

⁹ Érékelteként néhány példa. 2015-ben az okostelefonok energia lábnyoma 30%-kal magasabb volt, mint az összes személyautóé. Az online video-streaming energiafelhasználása és CO₂-kibocsátása a légitököledéssel vetetű össze (globális CO₂-kibocsátás 1, illetve 2,5%-a). (United Nations, 2020; Vaclav, 2018; Preist et al., 2019)

katasztrófakockázat csökkentésével kapcsolatos Sendai keretmegállapodás, valamint a 2020 után életbe lépő globális biodiverzitás keretmegállapodás (Post-2020 Biodiversity Framework). Az üzleti szféra szintjén a fenti megállapodások célkitűzései leggyakrabban az ESG (environmental, social and governance) rövidítéssel jelennek meg. Az ESG-ügyek a fenntarthatóság széles dimenzióit fedik le: klímaváltozás, környezeti degradáció, biodiverzitás védelme, emberi jogok, állatjólét, korrupció, fegyverek stb. A konkrét ESG-kockázatok országonként, régióként és üzleti szektornként is eltérőek. (UNEPFI, 2020)

Az ESG-megközelítés nemcsak abban segít a vállalatoknak, hogy megtartsák vagy növeljék vállalati jó hírnevüket és megfeleljenek a társadalmi elvárásoknak. *Az ESG-tapasztalatok kompetitív előny forrását jelenthetik* az ügyfelek megtartása, kezelése és új ügyfelek szerzés terén. Nem véletlen tehát, hogy egyre több a kifejezetten a társadalmi hasznosságot célzó befektetés (*impact investment*). A társadalmilag felelős befektetések egyik alterületét képező impact befektetés során a befektető számára nemcsak a pénzügyi hozam a fontos, hanem valamilyen pozitív környezeti és/vagy társadalmi hasznosságot, konstruktív eredményt is elvár a befektetéstől. A befektetés kifejezett céljaként jelenik meg a „jótékonykodás”. A jótékonykodás leegyszerűsítve azt jelenti, hogy visszaadjunk valamit a közösségnek, a kevésbé szerencséseknek, a természetnek.

Az impact befektetés háttérében meghúzódó alapkoncepció az üzleti tevékenység társadalmi környezetre gyakorolt negatív hatásainak a csökkentése. A stratégiát alkalmazó befektetők vagy a vállalatok társadalmi felelősségvállalás melletti elkötelezettségét vizsgálják meg, vagy azt, hogy a befektetési célpont mennyire elkötelezett a társadalmi célkitűzések megvalósítása terén.

A befektetők között megtalálhatóak intézményi befektetők, fedezeti alapok, magán alapok és bankok egyaránt. Az impact befektetések zömét intézményi befektetők valósítják meg, de társadalmilag tudatos pénzügyi szolgáltatók, web-alapú befektetési platformok és befektetési hálózatok már magánszemélyeknek is elérhetővé teszik e lehetőséget. *Az impact befektetés elsősorban a társadalmilag tudatosabb fiatalabb (Y-) generációra jellemző*, ezért a befektetési piacon való növekvő megjelenésükkel párhuzamosan a trend erősödésére lehet számítani.

A befektetésekre jellemzően feltörekvő vagy fejlett országokban kerül sor. Ágazati lefedettségét az egészségügy, az oktatás, az energiaszolgáltatás (elsősorban tiszta és megújuló), valamint a mezőgazdaság dominálja. A befektetett tőkét kezelő cégek többnyire vállalják, hogy nem fognak a fenntarthatóság célkitűzéseivel szembenálló, „etikátlan” ágazatokat (fegyvergyártással, dohányiparral, fosszilis energiahordozókkal kapcsolatos tevékenységeket) támogatni, tiszteletben tartják az emberi jogokat, a környezet és a fogyasztók védelmét.

A befektetők jellemzően itt is piaci megtérülést várnak el, ezért a befektetési stratégia kritikusai szerint a jótékonykodási célt a befektetés csak addig támogatja, amíg az profitot eredményez. A befektetések tehát mindenképpen támogatást jelentenek, de nem biztos, hogy azokon a területeken (alapvető szükségletek kielégítése), amelyekre a leginkább szükség lenne. E kritika főleg azokra a befektetőkre vonatkozik, akik pénzügyi (banki, biztosítási) szolgáltatások nyújtását támogatják feltörekvő és fejlődő országokban olyan ügyfelek számára, akik vagy a pénzügyi infrastruktúra, vagy hitelképességük korlátozottsága miatt szorulnak ki a hagyományos rendszerekből.

(Gazdaság)politikai tényezők hatása

A válság(ok) kezelésével kapcsolatban alkalmazott *monetáris és fiskális politikai eszközök* (menyniségi lazítás – likviditásbővítés; fejlesztési támogatások; adókedvezmények; munkahelyek megtartásával és létesítésével kapcsolatos intézkedések stb.) mellett számos más gazdaságpolitikai tényező is erőteljesen befolyásolhatja a beruházások alakulását. A főbb befolyásoló tényezők a következő kategóriákba sorolhatóak.

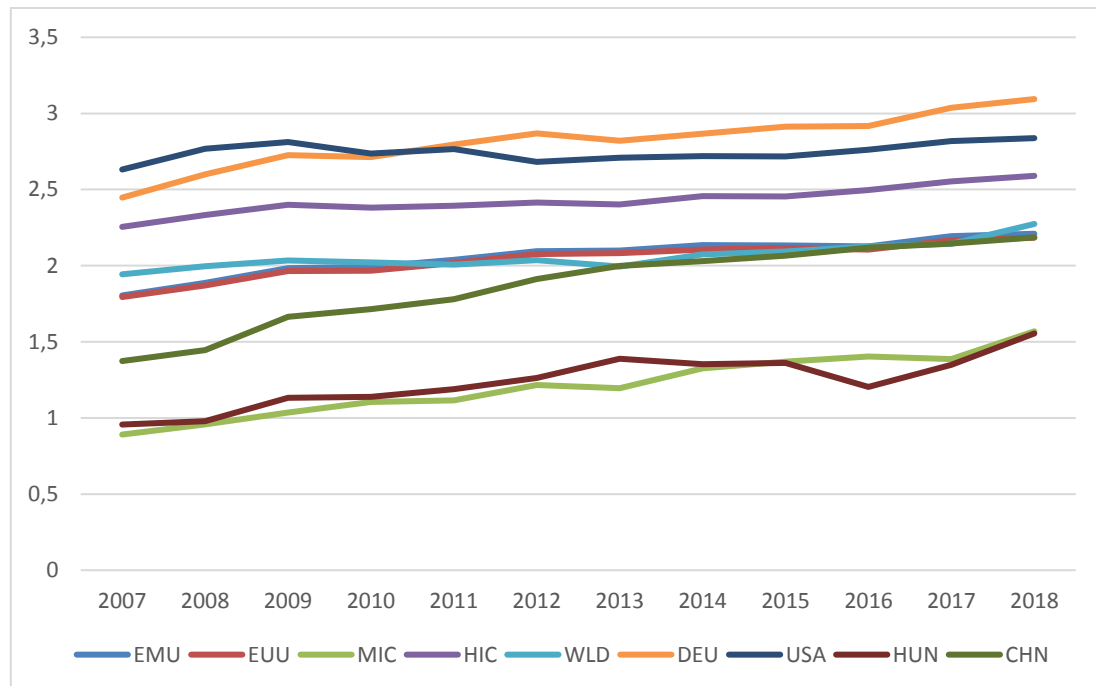
- *Bizonytalansággal összefüggő tényezők* (gazdasági, politikai, környezeti és egészségügyi kockázatok).
- *Adózással kapcsolatos tényezők.* Az üzleti tevékenységgel kapcsolatos adók (és járulékok) jelentősen befolyásolhatják az FDI irányát. Itt szükséges megemlíteni az FDI bevonása érdekében nyújtott adókedvezményeket, a multinacionális vállalatok transzferárazási technikáját (nagyon leegyszerűsítve: a nyereség ott kerül kimutatásra, ahol a legalacsonyabb a vállalatokat terhelő adó mértéke, illetve a vállalatokra (nyereségre) vonatkozó adó mértékét. (Ez utóbbi jelentős csökkenése például csökkentheti, vagy akár meg is fordíthatja a termelési folyamatok külföldre történő kiszervezést. Épp ez volt a célja például az Egyesült Államoknak a vonatkozó adó mértékének csökkentésével.) A szolgáltatások nemzetközi kereskedelmen belüli arányának növekedésével párhuzamosan egyre nehezebben követhető nyomon, hogy ténylegesen hol is keletkezik a nyereség, hol kellene a vállalatoknak adót fizetniük. Ez különösen nehéz a digitális szolgáltatások területén, holott egyre több ország¹⁰ fontolgatja a digitális adó bevezetését. Ezek az adók szintén a beruházási stratégiák átgondolására kényszeríthetnek, miközben – bár a vállalatok többsége legális keretek között alkalmaz „adóoptimalizálási stratégiát”, – egyre nagyobb az igény a terület nemzetközi szabályozása iránt.¹¹
- *High-tech verseny.* (Ld. 10. és 11. ábra.) A stratégiai kereskedelempolitika régóta ismert eleme a gazdaságpolitikának. Célja alapvetően a hosszabb távon magas jövedelmezőséget biztosító, de jelentős (egy-egy vállalat anyagi lehetőségeit meghaladó K&F) befektetést igénylő, a jövőben várhatóan versenyképes tevékenységek támogatása. A politika eszköztárát sokáig különböző támogatások, illetve nevelő vámok jellemezték. Az elmúlt évtizedben azonban előtérbe került az exporttilalom, és legújabban az érintett területekre történő külföldi beruházások korlátozása is. Az Egyesült Államok például már régóta tiltja egyes high-tech termékek Oroszországba, illetve Kínába történő exportját, sőt, e termékek esetében az olyan országok is tiltólistára kerültek, ahonnan tovább-exportálhatják a termékeket vagy a technológiát. A szigorú szabályozás nemcsak az exportra, hanem a kutatási együttműködésekre is kiterjed. Miután Kína egyre intenzívebben jelent meg mind az Európai Unió, mind az Egyesült Államok IKT, és különösen a high-tech piacán, az eszköztár új elemmel történő bővítése került napirendre. Mivel több ország (nemcsak Kína) törekszik arra, hogy valamilyen (WTO-kompatibilis) módon segítse vállalatai külföldi piaci jelenlétét, körvonalazódni látszik egyfajta „stratégiai” beruházási politika is. A stratégiai beruházási politikában nemcsak a stratégiai fontos területeken való külföldi jelenlét biztosítása a cél,

¹⁰ Legutóbb az Európai Unió válságkezelő csomagjával (pontosabban annak finanszírozásával) kapcsolatban merült fel ez a lehetőség.

¹¹ Ld. pl.: Addis Ababa Action Agenda (United Nations, 2015); OECD (2020)

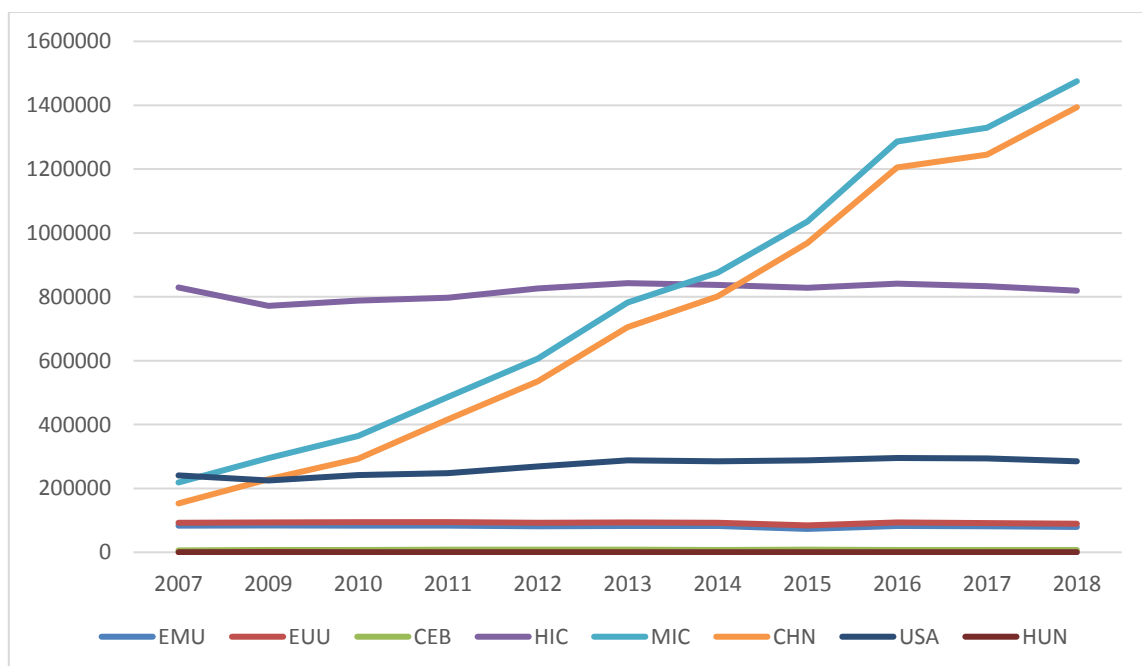
hanem – különösen napjainkban – egyre inkább előtérbe kerül a partnerországok (egyelőre elősorban Kína) támogatásokkal megvalósult beruházásainak, felvásárlásainak a korlátozása is.

10. ábra: Kutatás-fejlesztésre fordított kiadás (a GDP százalékában)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Jelölések. EMU: Európai Monetáris Unió, EUU: Európai Unió, MIC: közepes jövedelmű országok, HIC: magas jövedelmű országok, WLD: világ, DEU: Németország, USA: Egyesült Államok, HUN: Magyarország, CHN: Kína.

11. ábra: Az egész világra kiterjedő szabadalmak száma (csak rezidensek)



Világbanki adatok (World Bank, 2020d) alapján saját szerkesztés. Jelölések. EMU: Európai Monetáris Unió, EUU: Európai Unió, CEB: Közép-Európa és a balti államok, HIC: magas jövedelmű országok, WLD: világ, DEU: Németország, USA: Egyesült Államok, HUN: Magyarország, CHN: Kína.

- *Kritikus infrastruktúra.* A globális kínálati láncok, illetve a technológiai fejlődés következtében nem meglepő, hogy a legtöbb országban támogatják az infrastruktúra fejlesztését. E területen alapvetően két fontos kérdés merül fel a beruházások szempontjából. Az egyik a közbeszerzések nyitottsága, a másik a kritikus infrastruktúra ellenőrzése fölötti jog megszerzése. Ezt a területet szintén az elsősorban Kínával szembeni feszültség jellemzi (többek között a One Belt - One Road kezdeményezés keretében megvalósuló beruházások miatt), de itt említhető meg az USA és az EU közötti adatvédelmi vita¹² is.
- *Hazai és nemzetközi szabályozás.* Rengeteg szabályozás tartozik ide, többek között a munkaerő alkalmazására vonatkozó előírások (munkaidő kerettel, szabadságokkal való gazdálkodás lehetősége, a foglalkoztatás fizikai körülményeire vonatkozó előírások, sztrajderdek, gyermekmunka alkalmazásának lehetősége/tiltása, környezetvédelmi előírások, biodiverzitással kapcsolatos szabályozás stb.).

A COVID-19 elsősorban a bizonytalansággal összefüggő tényezőket erősítette. 2019-ben már szinte minden bizonytalansági indikátor (World Uncertainty Index, Global Economic Policy Uncertainty Index, Trade Policy Uncertainty Index) kiemelkedően magas bizonytalansági szintet jelzett, s azok értéke csak tovább romlott 2020-ban. (European Commission, 2020)

Az egyenlőtlenségek növekvő szintjét, a helyi lehetőségek csökkenését egyre többen a globalizációnak tulajdonítják¹³. Egyre kevesebben hiszik el, hogy a nemzetközi kereskedelem és a globalizáció segít munkahelyeket teremteni, és kedvező hatással vannak a bérekre. A gazdasági és geopolitikai hatalmi harcok, illetve a nemzeti biztonság előtérbe kerülése szintén globalizációellenes hangulatot gerjeszt. *A bizonytalanság és az elégedetlenség a gazdasági nacionalizmus és protekcionizmus irányzatát erősíti.*

Az erősödő protekcionizmus fokozatosan szigorodó FDI szabályozást eredményezett. Nemzeti és gazdasági biztonsági okokra hivatkozva mind az Egyesült Államok, mind az Európai Unió szigorú szűrést vezetett be a külföldi felvásárlások területén. Egyre több kormány aggódik amiatt, hogy egyes állami tulajdonban lévő vállalatok és vagyonalapok külföldi befektetéseit nem feltétlenül, vagy nem kizárólag kereskedelmi célok vezérlik. Különösen érzékeny területnek számít ebből a szempontból a kulcsfontosságú technológia és infrastruktúra, valamint az egészségügyi termékek gyártása. (European

¹² A vita a nagy tech vállalatok (Facebook, Google stb.) adattovábbításával és feldolgozásával kapcsolatban alakult ki (az európai felhasználók adatait amerikai szerverekre továbbították). Többek között e vita eredményeként született meg Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2016/679 rendelete a természetes személyeknek a személyes adatok kezelése tekintetében történő védelméről (angolul: General Data Protection Regulation, röviden: GDPR). A rendelet elvileg nem EGT-tagállamokra is érvényes, az adatkezelési problémát mégsem sikerült megoldani. E tekintetben az egyik legújabb fejlemény, hogy – egy ausztriai Facebook felhasználó panaszából kiindulva – az Európai Unió Bírósága 2020. július 16-án érvénytelenítette az EU és az Egyesült Államok között létrejött, a személyes adatok továbbítását lehetővé tevő adatvédelmi megállapodást. (A döntést ld. itt: <https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2020-07/cp200091en.pdf>). Itt érdemes megemlíteni azt is, hogy a GDPR ugyan elvileg ösztönzőleg hathat az európai beruházásokra, ám a tervezett digitális adó ezzel ellentétes hatású lehet.

¹³ Erről bővebben ld. pl. Bhagwati, 2004; Szentes, 2006; Friedman, T. L., 2007; Benczes, 2008; Akerlof – Shiller, 2009; Piketty, 2014; Közép-Európát illetően: Csaba, 2018.

Commission, 2020) Érdemes azonban megjegyezni, hogy e területek szigorúbb szabályozása iránti igény nem a COVID-válság során jelent meg, sokkal hosszabb folyamat eredményeként körvonalazódtak az új szabályok.

Az új szabályok célja a tisztességtelen (jellemzően állami támogatással megvalósuló) beruházások elleni védelem. Tisztességtelen gyakorlatnak számít az egyes iparágak részleges piacnyitással történő védelme (azaz a verseny ily módon történő korlátozása), a beruházások engedélyhez kötése vagy más módon történő korlátozása, (megjegyzést igényel, hogy az EU tervezetnek is épp ez az egyik fő eleme, igaz, kiegészítő intézkedésként) illetve a támogatás.

A dokumentumok többnyire még csak nem is burkoltan, hanem kifejezetten és *közvetlenül célozzák meg Kínát, pontosabban a Kína által alkalmazott gazdaságpolitikai gyakorlatot.* Mindez, és általában a külföldi közvetlen beruházásokkal kapcsolatban zajló globális folyamatok erősen emlékeztetnek az agrártermékek nemzetközi kereskedelmének szabályozásával kapcsolatban az 1970-es évektől lezajlott eseményekre. A piacra lépési korlátozások fokozatos (bár egyáltalán nem teljes) leépítése után itt is a nehezebben bizonyítható, de a piacokat torzító (tisztességtelen) támogatások kerültek a középpontba. De mi minősül vajon tisztességtelen támogatásnak a közvetlen külföldi beruházások területén?

A piacokat torzító külföldi támogatásnak többféle formája lehet:

- a célország/régió területén már meglévő tevékenységek támogatása;
- a támogatás vagy kedvezőbb finanszírozás vonatkozhat leányvállalat létrehozására a célország/régió területén;
- a támogatást kaphatja a célország/régió területén kívül elhelyezkedő anyavállalat is, amely aztán vállalaton belüli tranzakciók révén támogatja az EU területén lévő leányvállalatot;
- az is előfordulhat, hogy egy célországon/régióon belüli piaci szereplő valamely harmadik ország utasítására jut hozzá kedvezményes finanszírozáshoz valamelyik külföldi banktól;
- vagy célország/régió helyi hatóságokkal vagy fejlesztési bankokkal kötött együttműködési megállapodásain keresztül jut el a támogatás a célország/régió területén lévő érdekeltségekhez.

A támogatás célja lehet:

- kedvezőbb közbeszerzési ajánlati ár biztosítása;
- agresszív piaci terjeszkedés (stratégiaileg fontos piacokon vagy régiókban)
- kulcsfontosságú, alapvető infrastruktúrához való kedvezőbb hozzáférés.

A támogatások nyomon követhetőségét nehezíti, az a tény, hogy a külföldi közvetlen beruházások egy jelentős része offshore pénzügyi központokon keresztül valósul meg, amelyek kedvező adózási feltételeket biztosítanak. (European Commission, 2020)

A támogatások az eszközök értékelésén keresztül torzítják a piacokat. A felvásárlási árat általában az határozza meg, hogy mekkora hatékonyságjavulást, vagy jövedelemnövekedést vár a befektető az adott eszköz megvásárlásától. A támogatás azonban a reálisnál magasabb vételár kifizetését is lehetővé teszi, ami torzított eszközértékeket eredményez. A támogatás *a versenyt is torzítja*, hiszen a

támogatásban nem részesülő, de egyébként versenyképes piaci szereplők elesnek a további hatékonyságjavítás ily módon történő javításának lehetőségétől.

A külföldi ország által alkalmazott támogatás tehát *megakadályozza az erőforrások hatékony allokációját*, illetve a versenyképesség és az innovációs potenciál csökkenését eredményezik az abban nem részesülő vállalatok számára. A támogatásnak *stratégiai céljai is lehetnek*: elképzelhető, hogy így akarják erősíteni a célpiacon való jelenlétet, vagy a támogatott felvásárlások révén megszerzett technológiát később más (esetleg az EU területén kívüli) termelési egységekbe eljuttatni.

Hasonló problémák merülnek fel a közbeszerzések területén is. Amennyiben egy-egy preferenciális megállapodás által lefedett régió közbeszerzési piaca többé-kevésbé nyitott a harmadik országok piaci szereplői számára, és a régióon belül szigorú szabályok vonatkoznak a támogatásokra, a harmadik országok vállalatai által kapott támogatások torzíthatják a versenyt. A támogatás lehetővé teszi ajánlati áraik csökkentését, ami vagy eleve elrettenti a nem támogatott vállalatokat a részvételtől, vagy egyszerűen alulmaradnak a versenyben.

Még erőteljesebb lehet a torzítás, ha a támogatások segítségével felvásárlást végrehajtó vállalatok EU-támogatást is igényelhetnek¹⁴. Speciális esetét képezi a torzításnak a fentebb említett digitálisan előállított termékek/szolgáltatások esetén nyújtott támogatás. Nullához közelítő határköltség esetén ugyanis a támogatás már valójában nem a költségeket csökkenti, hanem a beruházó/pályázó bevételeit növeli.

A különböző támogatások nyilván eltérő módon fejtik ki piactorzító hatásukat, de megfigyelhető néhány általános tendencia. *A támogatás potenciális torzító hatása annál nagyobb:*

- minél nagyobb a támogatás relatív nagysága (pl. a támogatásnak a beruházás értékéhez viszonyított nagysága);
- minél nagyobb a kedvezményezett piaci szereplő (a kis- és közepes vállalatoknak nyújtott támogatások sokkal kisebb valószínűséggel okoznak torzításokat);
- minél nagyobb a kedvezményezett kihasználatlan kapacitása;
- minél koncentráltabb a piac;
- minél dinamikusabb, minél magasabb szintű technológiát alkalmazó szektorokról van szó;
- minél gyengébb a piacsabályozás. (European Commission, 2020)

Az EU Fehérkönyve (European Commission, 2020) három kategóriába sorolja a külföldi országok által nyújtott támogatások által okozott *torzításokat*, illetve azok lehetséges kezelését:

- 1. modul: az *EU piacon működő gazdasági szereplőknek nyújtott külföldi támogatás* által okozott torzítások¹⁵ (pl.: exportfinanszírozás támogatása¹⁶, adósság-elengedés formájában

¹⁴ A harmadik (kívülálló) országok EU-támogatásokhoz való hozzáférést külön megállapodások szabályozzák, ám e szabályok nem térnek ki annak vizsgálatára, hogy a jogosultság megszerzésében volt-e szerepe állami támogatásnak.

¹⁵ Nem tartoznak ide az áruknak és mezőgazdasági termékeknek nyújtott támogatások, amelyek szabályozása az EU közös kereskedelempolitika keretében valósul meg.

¹⁶ Az OECD és WTO vonatkozó szabályaival összhangban lévő exporthitelek kivételével.

nyújtott támogatás¹⁷, idő- és/vagy összegkorlát nélkül nyújtott állami garancia, az általánostól eltérő adókedvezmények, kifejezetten felvásárlást célzó támogatások);

- (2. modul): külföldi támogatások torzító hatása *EU célpontok felvásárlása* esetén (ide tartozik a kisebbségi, ellenőrzési joggal nem járó részesedés megszerzése is);
- (3. modul): illetve külföldi támogatások torzító hatása a *közbeszerzések* területén.

A tisztességes piaci verseny feltételeinek megteremtése ilyen esetekben meglehetősen nehéz feladat, hiszen *úgy kell biztosítani a felvásárlások területén az egyenlő esélyeket, hogy közben a nemzetközi verseny és a beáramló FDI előnyei továbbra is érvényesüljenek*. A piaci torzítások elvileg többféle politikával/eszközzel csökkenthetők, de szinte mindegyiknek megvan a maga korlátja is. A *főbb eszközök és korlátjaik* a következők:

- A piactorzító támogatások leépítésének egyik legfontosabb eszköze a *kereskedelempolitika*. A WTO megállapodások, illetve a preferenciális kereskedelmi megállapodások révén jelentős előrelépés történt ezen a téren, ám szabályok alapvetően az áruk importjára vonatkoznak, sem a szolgáltatásokra, sem a beruházásokra, sem a közbeszerzésekre nem terjednek ki.
- A közvetlen külföldi beruházásokra vonatkozó legtöbb bilaterális és multilaterális megállapodás tartalmaz a *versenyre vonatkozó szabályokat*. Általánosan igaz azonban, hogy sem a trösztellenes szabályok, sem az összeolvadások ellenőrzése során nem térnek ki annak vizsgálatára, hogy kapott-e valamelyik szereplő támogatást.
- A legtöbb preferenciális megállapodás tartalmaz *állami támogatásokra vonatkozó szabályokat*, ám azok csak a bilaterális/multilaterális megállapodást aláíró országok támogatásainak versenytorzító hatásait vizsgálják.
- Egyre több ország alkalmaz *FDI screening* szabályokat (ide tartozik az EU 2020. október 11-től hatályba lépő FDI átvilágítási rendelete¹⁸ is), ám azok alapvetően a kulcsfontosságú infrastruktúrához, technológiákhoz és inputokhoz való hozzáférés szempontjából vizsgálják a külföldi közvetlen befektetéseket, az esetleges támogatások piactorzító hatásait nem vizsgálják.
- A legtöbb preferenciális megállapodás már *közbeszerzési irányelveket* is tartalmaz, de azok szintén csak a tagállami támogatásokat vizsgálják, harmadik országok támogatásainak piactorzító hatásaira nem térnek ki.
- A WTO közbeszerzésekre vonatkozó megállapodásában, illetve a preferenciális kereskedelmi megállapodások közbeszerzésre vonatkozó fejezeteiben elvileg adott lenne a lehetőség, hogy kizárják az eljárásból azokat a pályázókat, amelyek állami támogatásban részesülnek, ilyen szabály azonban egyelőre nincs. Elvileg idetartozik az EU tervezett Nemzetközi Közbeszerzési Eszköze (International Procurement Instrument, IPI) is, az azonban alapvetően az EU vállalatok harmadik országok közbeszerzési piacaira való kedvezőbb bejutását (pontosabban a negatív diszkrimináció felszámolását) célozza, s jelenlegi állapotában nem terjed ki a nem tagállami támogatások EU belső piacán okozott torzításainak vizsgálatára.

¹⁷ A nemzeti vagy globális pénzügyi/gazdasági válság esetén ideiglenesen és arányosan alkalmazott támogatások kivételével.

¹⁸ AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS (EU) 2019/452 RENDELETE (2019. március 19.) az Unióba irányuló közvetlen külföldi befektetések átvilágítási keretének létrehozásáról. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0452&from=EN>

A nemzetközi kereskedelemhez hasonlóan nyilván *egészen más az érdeke az egyes országoknak beruházóként, mint a beruházások fogadóiként*. Beruházóként a piacok liberalizálásban érdekeltek, míg például a közbeszerzések kiírásakor szívesen előnyben részesítenék a hazai szállítót, még akkor is, ha az kevésbé versenyképes ajánlatot tud adni, mint a külföldi szállító. A tisztességtelen támogatásokkal kapcsolatos szigorúbb szabályozást pedig tovább nehezítheti, hogy a közbeszerzést kiíró fél a minél alacsonyabb árban érdekelt, ezért nem feltétlenül kíváncsi arra, hogy az az ár (tisztességtelen) támogatás következménye vagy sem.

Az EU Fehérkönyve sok tekintetben emlékeztet az EU állami támogatásokra vonatkozó szabályozására, illetve a WTO támogatásokra, különösen a Mezőgazdasági Megállapodás belső (hazai) támogatás kalkulációjánál alkalmazott elveire. *Alapvető szabály, hogy a külföldi támogatás torzító hatását minden esetben bizonyítani kell*. Amennyiben a torzítást a vizsgálatok alátámasztják az illetékes ellenőrző hatóság „kiegyenlítő” intézkedéseket vezethet be.

Az 1. modul (EU piacán működő gazdasági szereplők) esetében a WTO támogatásokkal kapcsolatos egyes megállapodásaihoz¹⁹, illetve az EU állami támogatásokra vonatkozó szabályozásához²⁰ hasonlóan és azzal összhangban létezne egy úgynevezett *de minimis* küszöb (200000 EUR három egymást követő év során), azaz a küszöb értéke alatti támogatások – amelyekről feltételezik, hogy mértéküknél fogva nem tudnak piactorzító hatást kifejteni – nem vonnának maguk után retorziót.

A *kiegyenlítő intézkedések* meghatározása előtt mérlegelni kell a támogatott tevékenység EU piacán kifejtett pozitív hatásait (munkahelyteremtés, klímasemlegesség és környezetvédelem területén történő előrelépés, digitális transzformáció, biztonság stb.) is. Kiegyenlítő intézkedés bevezetésére csak akkor kerülhet sor, ha a piactorzító hatásból származó potenciális veszteségek nagyobbak, mint a támogatott tevékenységtől várható előnyök.

Külföldi támogatás esetén nemcsak a támogatás torzító hatásának a bizonyítása nehéz, hanem a megtorló intézkedés formájának a meghatározása is. A *lehetséges megoldások* között szerepel az elidegenítés (tőkekivonás, a támogatott piaci szereplő piaci jelenlétének korlátozása, visszaszorítása), egyes beruházások kifejezett tiltása, a támogatott felvásárlás tiltása, harmadik piaci szereplő hozzáférésnek megkövetelése, engedélyezési rendszer, bizonyos K&F eredmények nyilvánosságra hozatalának megkövetelése, kártérítés fizetése az Európai Uniónak vagy a tagállamoknak stb.

A 2. modul (EU célpontok felvásárlása) esetében egy „*jelzőérték*” (pl. 100000 EUR), illetve minőségi kritériumok (mely eszközök lehetnek érintettek) kerülnének meghatározásra, és bejelentési kötelezettségre, valamint hatósági ellenőrzésre csak e szint fölött, illetve a meghatározott eszközökkel kapcsolatban lenne szükség. A notifikáción alapuló ex-ante rendszer sokkal bonyolultabb, mint az 1. modul rendszere, ezért a 2. modul esetében indokoltnak tűnhet a centralizált rendszer, a Bizottság kizárólagos hatáskörével. Komoly idővesztést okozhat, hogy az eljárás alá vont tranzakciók csak az eljárás lezárását követően fejezhetőek be (amennyiben nem sikerül igazolni a támogatás piactorzító hatását).

¹⁹ Pl.: WTO (1995): Agreement on Agriculture, p. 50 https://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/14-ag.pdf

²⁰ Commission Regulation (EU) No 1407/2013 of 18 December 2013 on the application of Articles 107 and 108 of the Treaty on the Functioning of the European Union to de minimis aid, OJ L 352, 24.12.2013, p. 1. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R1407>

A 3. modul (közbeszerzések) esetében a közbeszerzési eljárás pályázóinak *nyilatkozniuk kellene* arról, hogy kaptak-e, és ha igen, mekkora összegű állami támogatást kaptak a pályázat benyújtását megelőző három évben. (A nyilatkozat nemcsak közvetlenül a pályázóra, hanem az összes konzorciumi tagra, alvállalkozóra és a beszállítókra is kiterjedne. A többi modulhoz hasonlóan itt is meghatározható küszöbérték, amely alatt nem foglalkoznak a külföldi támogatásokkal. Érdemes megemlíteni, hogy bár ez a rendszer tűnik a legegyszerűbbnek, mivel külföldi támogatásokról és „önbevallásról” van szó, az információk hitelessége nagyon nehezen ellenőrizhető. Az információk ellenőrzési lehetőségének hiányában a nyilatkozat könnyen formálissá válhat, nem tölti be a tőle elvárt szerepet. Amennyiben az illetékes hatóság vizsgálata alapján kiderül, hogy mégis részesült piactorzító külföldi állami támogatásban valamelyik pályázó, a kérdéses pályázó kizárható az adott (vagy akár minden jövőbeli) közbeszerzési eljárásból. Mivel az EU közbeszerzéssel kapcsolatos szabályai jelenleg nem tartalmazznak állami támogatással kapcsolatos kritériumokat, a diszkriminációmentesség és egyenlő elbánás elveinek alkalmazása érdekében megfontolandó, hogy a fenti eljárás ne csak a külföldi támogatásokra, hanem a tagállamok által nyújtott állami támogatásokra is vonatkozzon.

A fentiekhez hasonló rendszer működtetését javasolja a tervezet az EU-támogatások igénybevitelével kapcsolatban is.

Nemcsak a külföldiek által történő felvásárlások szigorítása változtatta meg azonban a COVID-19 során a vállalati/befektetői stratégiát. *Jelentősen növelte a kockázatot, a bizonytalanságot a kulcsfontosságú kínálati láncok államosításának lehetősége, a kormányzati beszerzések törlése, valamint a devizaátváltási korlátozások is.* A közgazdasági elmélet²¹ szerint amikor a befektetők fix, meg nem térülő (vissza nem igényelhető) költségekkel szembesülnek, a helyi feltételekkel kapcsolatos bizonytalanság (különösen a politikai bizonytalanság) visszafoghatja a beruházásokat.

Záró következtetések

A likviditásbőség, az alacsony kamatok ellenére az FDI szintje már a COVID-19 előtt a közvetlenül a pénzügyi válság után tapasztalható szint alá csökkent, és az FDI alacsonyabb szintje akár hosszabb távon is állandósulhat. Ez számos tényezővel magyarázható. A gazdasági tényezők közül kiemelhető a növekvő kockázatokkal kapcsolatos többletköltségek és a hatékonyságvesztés szerepe (beruházói oldalon például a termelési folyamatok haza-/áttelepítéséből adódóan, a beruházást fogadó országok szempontjából pedig a beruházások megtartásával, bevonásával kapcsolatos emelkedő költségek). Az üzleti tényezők közül kiemelhető a *technológiai fejlődés* következtében változó üzleti modell. A digitális szolgáltatások, digitálisan előállított termékek folyamatosan csökkenő, egyes esetekben nullához közelítő határköltsége a gépek és munkaerő közötti egyre erőteljesebb helyettesítésre ösztönöznek, így csökken az alacsony munkaerőköltségen alapuló termelés-kiszervezés jelentősége. A bitekben megtestesülő digitális termékek gyakorlatilag zero költség mellett reprodukálhatóak (méretgazdaságosság), és gyakorlatilag korlátlanul fogyaszthatóak (nincs rivalizálás a fogyasztásban). A digitális vállalatok így gyorsan tudnak növekedni, és viszonylag rövid időn belül nagy piacokat hódíthatnak meg külföldi fizikai jelenlét nélkül. *A digitalizáció a hozzáadott érték teremtésének új csatornáit nyitja meg*, ami alapvetően változtathatja meg a kínálati láncok szerveződését, a nagy multinacionális vállalatok egyre inkább visszaszervezhetik a termelést és az összeszerelést saját

²¹ Ld. pl.: Bernanke 1983; Bloom 2009; illetve Dixit 1989.

országokba. Az FDI csökkenő tendenciáját erősítheti a platformalapú üzleti modell is, ami a közvetítők, járadékszerzők kiküszöbölése révén javíthatja az üzleti hatékonyságot, ám visszafogja az FDI mértékét. Részben üzleti, részben (gazdaság)politikai tényező a fenntarthatósági szempontok erősödése. Az ESG-beruházások növekvő tendenciája várhatóan a jövőben is folytatódni fog. A gazdaságpolitikai tényezők közül a normál makro mutatók alakulásán kívül kiemelhetők az adózással kapcsolatos kérdések (vállalatokat terhelő adók és járulékok, adókedvezmények stb.), a high-tech versennyel és a kritikus infrastruktúrával kapcsolatos protekcionista intézkedések, korlátozások, valamint a foglalkoztatási előírások, sztenderdek (munkaidőkeret, szabadság, munkakörülmények stb.).

Elég paradox helyzet állt tehát elő a világgazdaságban: miközben egyre több ország egyre szigorúbb szabályokat hoz az FDI területén, a COVID-19 válságot követő időszakban kifejezetten megnő az FDI iránti igény. A válságkezelő politikák, a költségvetési ösztönző csomagok miatt egyre nagyobb hézagok keletkeznek a nemzeti költségvetésekben. Az adósság aligha lesz finanszírozható nemzeti forrásokból, és az FDI (annak pozitív foglalkoztatási, termelékenységi stb. hatásai miatt) valószínűleg továbbra is preferált marad a portfólió befektetésekkkel szemben.

A gazdasági növekedés fellendítésére, valamint a kedvezőtlen makrogazdasági sokkhatások ellensúlyozására az IMF az úgynevezett IDEAS keretrendszert javasolja. I: befektetés a jövőbe (egészségügy, infrastruktúra, alacsony szén-dioxid kibocsátású technológiák, oktatás és kutatás), a termelékenység növelése; D: diszkrecionális, jól célzott politikák; EAS: az automatikus stabilizátorok (pl. a jövedelmeket és fogyasztást stabilizáló adó- és jóléti rendszerek) működésének javítása.

A beruházás tehát kulcsfontosságú, annak visszaesése a tőkeintenzitás (egységnyi munkára jutó tőke) növekedésének lassulását eredményezi, ami hosszabb távon visszafogja a termelékenység további növekedését. Az ENSZ (United Nations, 2020) adatai alapján a munka termelékenysége a főbb fejlet országokban már évtizedek óta csökken, és a teljes tényezőtermelékenység (TFP) javulása is lelassult²². Ez arra utal, hogy az IKT-beruházásokból származó termelékenység²³ javulás csökkentette némileg a negatív tendenciákat (demográfiai változások, oktatásból és nemek közötti egyenlőtlégből adódó nyereség csökkenése, lassuló kereskedelmi integráció, innováció és technológiai diffúzió), de jelentős mértékben nem tudta javítani a termelékenységet. Az úgynevezett *termelékenységi paradoxon* (a gyors technológiai fejlődés ellenére is lassuló termelékenységjavulás) hátterében több tényező is megbújhat:

- a kibocsátás (és így a termelékenység) számítása egyre kevésbé teljeskörű, számos olyan tevékenység van, amelyek „termelését” a nemzeti statisztikák egyelőre nem, vagy csak korlátozottan tudják figyelembe venni (pl.: technológiai vállalatok ingyenes szolgáltatásai, immateriális javak);
- a technológiai fejlődés és annak diffúziója lassabb a vártnál (a hangsúly sokkal inkább a diffúzió van, mint a lassuláson; problémát okozhat, ha a technológiai fejlődés gyorsabb, mint a befogadóképesség fejlődése – az új technológiákban rejlő lehetőségek teljesebb körű kihasználása sok esetben generációváltást igényel, ami lassíthatja az új technológiák terjedését, az azokból származó termelékenység-javulás érvényre jutását)

²² Erről bővebben ld. pl.: Baumol, 1986; Abramovitz, 1993; Barro, R. J. – Sala-i-Martin, X., 2004; Acemoglu, 2009; Aghion, P. – Howitt, P., 2009; Roeger, W. – Varga, J. – Veld, J., 2010; Halmai, 2014.

²³ Hazai vonatkozásokról ld. pl. Halpern, 2020.

- a digitális gazdaság jellegéből adódó egyre erőteljesebb piaci koncentráció (egyre magasabb piacra lépési korlátok) miatt csökken a verseny, a korlátozottabb verseny pedig kevésbé ösztönöz innovációra, a beruházási kedv, és így a termelékenység csökkenhet;
- kiadások és a foglalkoztatás is egyre inkább a szolgáltatások irányába mozdul el, ahol a termelékenység javulása jellemzően lassabb. (United Nations, 2020)

Az átlagos munkatermelékenység lassuló dinamikája korlátozta a reálkeresetek növekedését. Ezzel párhuzamosan egyrészt csökkent a munka részesedése a teljes jövedelemből, másrészt – országonként eltérő mértékben ugyan, de – nőtt a jövedelmi egyenlőtlenség, fokozatosan szélesedett a rés a legfelső kategóriába tartozó és a medián keresetek között. A termelékenység és a medián bérek közötti rés növekedésében jelentős szerepe van a technológiai fejlődésnek. *A beruházási „jóságok” technológiai fejlődés következtében csökkenő ára arra ösztönözte a vállalatokat, hogy a tőkét munkaerőre cseréljék,* így (változatlan jövedelmet feltételezve) csökkent a munkaerő teljes jövedelemből való részesedése²⁴. Fontos szerepe van a technológiai fejlődésnek a jövedelmi egyenlőtlenségnek alakulásában is, hiszen a magasan képzett munkaerő esetében a technológia jellemzően komplementer input, míg az alacsonyan, esetleg közepesen képzett munkaerőt kiválthatja (helyettesítheti) a termelésben. (United Nations, 2020)

Az *automatizálás és mesterséges intelligencia* alkalmazásából adódó jövőbeli munkanélküliséggel kapcsolatos becslések igen széles skálán (a jelenlegi munkahelyek 9-50%-a) mozognak. (Bővebben ld. Balliester – Elsheikhi, 2018.) Az adatok szerint azonban a digitalizációra visszavezethetően eddig elvileg nem nőtt a munkanélküliség. Ez nem jelenti azt, hogy ne szűntek volna meg munkahelyek, de az érintettek egyelőre találtak új munkahelyet. A váltás azonban hozzájárulhatott a jövedelmi egyenlőtlenség növekedéséhez, hiszen azok, akik az automatizálás miatt voltak kénytelenek munkát keresni, jellemzően alacsonyabb képzettséget igénylő, alacsonyabb jövedelemmel járó munkát voltak kénytelenek elfogadni.

Különösen kedvezőtlenül érintheti az automatizálás a fejlődő országokat, hiszen a munkaerő alacsony költségéből adódó komparatív előnyük csökkenését eredményezheti. Amennyiben a jelentős mennyiségű munkaerőt felszívó gyárilipar munkaerőfelvevő képessége ily módon korlátozódik, felmerül a kérdés, hogy fenntartható lesz-e a munkaintenzív gyáripari termékek exportján alapuló hagyományos fejlődési pálya.

Irodalom

Abramovitz, M. (1993): The Search for the Sources of Growth: Areas of Ignorance, Old and New. The Journal of Economic History, 53/2 <https://www.jstor.org/stable/2122991>

²⁴ A relatív árak csökkenése csak akkor jár a munkaerő részesedésének csökkenésével, ha a tőke és a munka helyettesítési rugalmassága nagyobb, mint 1. Ez elsősorban a fejlett országokra jellemző, fejlődő. (United Nations, 2020)

- Acemoglu, D. – Restrepo, P. (2019): Automation and New Tasks: How Technology Displaces and Reinstates Labor. Journal of Economic Perspectives 33/2
<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.33.2.3>
- Acemoglu, D. (2009): Introduction to Modern Economic Growth. Princeton University Press
- Aghion, P. – Howitt, P. (2009): The Economics of Growth. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA
- Akerlof, G. A. - Shiller, R. J. (2009): Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism. Princeton University Press
- Balliester, T. – Elsheikhi, A. (2018): The Future of Work: A Literature Review. International Labour Office, Research Department, Working Paper No 29
https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms_625866.pdf
- Barro, R. J. – Sala-i-Martin, X. (2004): Economic Growth, MIT Press, Cambridge, MA
- Baumol, W. J. (1986): Productivity Growth, Convergence and Welfare: What the Long-Run Data Show. American Economic Review, 76/5 <https://www.jstor.org/stable/1816469>
- Benczes, I. (2008): Gazdasági növekedés és fejlődés. In Blahó András et al.: Világgazdaságtan. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Bernanke, B. S. (1983): Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. Quarterly Journal of Economics 98/1
- Bhagwati, J. (2004): In Defence of Globalisation. Oxford University Press
- Bloom, N. (2009): The Impact of Uncertainty Shocks. Econometrica 77/3
- Cheng, H. W. J. – LaFleur, M. – Rashid, H. (2019): Data Economy: Radical transformation or dystopia? Frontier Technology Quarterly, 2019. január
https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/publication/FTQ_1_Jan_2019.pdf
- Court of Justice of the European Union (2020): The Court of Justice invalidates Decision 2016/1250 on the adequacy of the protection provided by the EU-US Data Protection Shield. Press release, No 91/20 <https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2020-07/cp200091en.pdf>
- Csaba, L. (2018): Válság, gazdaság, világ. Éghajlat Könyvkiadó Kft.
- Darvas, Zs. – Pisani-Ferry, J.– Wolff, G. (2013): Europe's Growth Problem (and what to do about it). Bruegel Policy Brief, No. 3. április, http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pb_2013_03_.pdf
- Dixit, A. (1989): Entry and Exit Decisions under Uncertainty. Journal of Political Economy 97/3
- European Commission (2020): White Paper on levelling the playing field as regards foreign subsidies. Brussels, 17.6.2020, COM(2020) 253 final

https://ec.europa.eu/competition/international/overview/foreign_subsidies_white_paper.pdf

Friedman, T. L. (2007): The World is Flat. Farrar, Straus and Giroux

Halmi, P. (2014): Krízis és növekedés az Európai Unióban. Akadémiai Kiadó, Budapest

Halmi, P. (2018): Az európai növekedési modell kifulladás. Közgazdasági Szemle, LXV. évf., 2018. február (122—160. o.), DOI:10.18414/KSZ.2018.2.122

International Monetary Fund (IMF) (2020): Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic. Washington, April
[file:///C:/Users/Asus%20X540L/Downloads/text%20\(6\).pdf](file:///C:/Users/Asus%20X540L/Downloads/text%20(6).pdf)

OECD (2020): Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions: Inclusive Framework on BEPS Actions 4, 8-10, OECD, Paris, www.oecd.org/tax/beps/transfer-pricing-guidance-on-financial-transactions-inclusive-framework-on-beps-actions-4-8-10.htm

Piketty, T. (2014): Capital in the Twenty-first Century. Cambridge (MA) – London, Harvard University Press

Preist, C. – Schien, D. – Shabajee, P. (2019): Evaluating Sustainable Interaction Design of Digital Services: The Case of YouTube. Proceedings of CHI Conference on Human Factors in Computing Systems Proceedings, Glasgow, Scotland UK, May 2019 https://research-information.bris.ac.uk/ws/portalfiles/portal/184369887/Preist_chi2019.pdf

Roeger, W. – Varga, J. – Veld, J. (2010): How to close the productivity gap between the US and Europe: A quantitative assessment using a semi-endogenous growth model. European Economy - Economic Papers, No 399
https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2010/pdf/ecp399_en.pdf

Salvatore, D. – Campano, F. (2017): Capital Intensity and Growth in the European Union. In: Paganetto L. (eds) Sustainable Growth in the EU. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-52018-6_1

Solow, R. M. (1962): Technical Progress, Capital Formation, and Economic Growth. The American Economic Review, vol. 52, no. 2, pp. 76–86. www.jstor.org/stable/1910871

Szentes, T. (2006): Fejlődés – Versenyképesség – Globalizáció I. Budapest, Akadémiai Kiadó

United Nations (2019): Digital Economy Report 2019.
https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/der2019_en.pdf

United Nations (2015): Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development (Addis Ababa Action Agenda). The final text of the outcome document adopted at the Third International Conference on Financing for Development (Addis Ababa, Ethiopia, 13–16 July 2015) and endorsed by the General Assembly in its resolution 69/313 of 27 July 2015
https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2051AAAA_Outcome.pdf

Elekes Andrea (2020): Változó üzleti modell, növekvő bizonytalanság, szigorúbb szabályozás (kézirat)

United Nations Conference on Trade and Development (2019): Competition issues in the digital economy. https://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/ciclpd54_en.pdf

United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEPFI) (2020): Managing environmental, social and governance risks in non-life insurance business. <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2020/06/PSI-ESG-guide-for-non-life-insurance.pdf>

United Nations Industrial Development Organization (UNIDO) (2019): Industrial Development Report 2020. Industrializing in the digital age. Overview, Vienna. https://www.unido.org/sites/default/files/files/2019-11/UNIDO_IDR2020-English_overview.pdf

United Nations, Inter-agency Task Force on Financing for Development (2020): Financing for Sustainable Development Report 2020. (New York: United Nations, 2020), <https://developmentfinance.un.org/fsdr2020>

U.S. Bureau of Economic Analysis (2020) Exports of services: Royalties and license fees [B684RC1Q027SBEA], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/B684RC1Q027SBEA>, July 27, 2020.

Vaclav, S (2018): Energy and Civilization: A History. Cambridge, Massachusetts, The MIT Press

World Bank (2020a): Global Economic Prospects. <file:///C:/Users/Asus%20X540L/Downloads/9781464815539.pdf>

World Bank (2020b): Global Investment Competitiveness Report 2019/2020: Rebuilding Investor Confidence in Times of Uncertainty. Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33808>

World Bank (2020c): Doing Business 2020. Washington, DC: World Bank. DOI:10.1596/978-1-4648-1440-2. <http://documents1.worldbank.org/curated/en/688761571934946384/pdf/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies.pdf>

World Bank (2020d): <https://databank.worldbank.org/databases>

World Trade Organization (2020): Trade falls steeply in first half of 2020. https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr858_e.htm